

# OmaSp

## Yhtiöraportti

29.4.2024 22:40



**Kasper Mellas**  
+358 45 6717 150  
kasper.mellas@inderes.fi



**Sauli Vilén**  
+358 44 025 8908  
sauli.vilen@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Ajurit loistavat poissaolollaan

OmaSp:n tärkeimmät tulosluvut olivat jo tulosvaroituksen myötä tiedossa ennen Q1-raporttia, joten varsinaisen tulosraportin anti jäi odotetusti ohueksi. Olemme kuitenkin nostaneet arviotamme lähivuosien luottotappiotasosta ja tällä on myös negatiivinen vaikutus näkemyksemme pankin arvosta. Vaikka nykyinen arvostustaso onkin suhteessa tulosastoon kaikilla mittareilla edullinen, ovat kurssiajurit lähiaikoina vähissä luottokannan laatuun liittyvien riskien ollessa koholla. Laskemme tavoitehintamme 22,0 euroon (aik. 26,0e) ja suosituksemme lisää-tasolle (aik. osta).

## Tulospäivän huomio kiinnittyi lainakannan laatuun

Tulopuolella kehitys oli ennakkotietojen mukaisesti vahvaa ja operatiivinen kannattavuus hyvää, kun oman pääoman tuotto oli selvästi kasvaneista luottotappiokirjauksista huolimatta vahva 15,5 %. Tulospäivänä valokeila kuitenkin kohdistui tiedotustilaisuuteen, jossa yhtiö avasi harkinnanvaraiseen lisävaraukseen johtaneen väärinkäytöksen taustoja ja vaikutuksia. Negatiivista on, että virheellinen toiminta kohdistuu noin 3 %:iin koko yhtiön luottokannasta (~180 MEUR). Tapaus on siten laajuudeltaan selvästi ennakkokäsityksiämme merkittävämpi. Pankin mukaan näistä luotoista kuitenkin vain neljäsosa (~45 MEUR) sisältää kasvaneen luottotappioriskin, mihin suhteutettuna 19,5 MEUR:n varaus on jo kohtalaisen kokoinen. Lisäksi käsityksemme mukaan lainananto on pääosin vakuudellista, mikä laskee jonkin verran pankin kokonaistappiota maksukyvyttömyystilanteessa. Tehty lisävaraus kohdistuu vaiheen 2 luottoihin, mikä tarkoittaa, että luotot eivät ainakaan vielä ole järjestämättömiä. Pankin ulkopuolelta on kuitenkin mahdotonta varmuudella sanoa rajoittuvatko ongelmat tähän yksittäistapaukseen.

## Varovaisempi näkemys luottotappioiden kehitykseen

Operatiiviset tulos- ja kuluennusteemme ovat kokeneet vain maltillisia ennustemuutoksia Q1-raportin jäljiltä. Pankin korkokate kehittyi alkuvuonna hieman odotuksiamme vahvemmin, joten olemme nostaneet lähivuosien korkokatteen ennusteitamme muutamilla prosenttiyksiköillä. Kulupuolella ennustemuutokset ovat niin ikään jääneet maltillisiksi, ja odotamme operatiivisen kulu-tuottosuhteen säilyvän erinomaisena. Suurimmat ennustemuutokset kohdistuivatkin luottotappioihin, joiden tason odotamme kasvavan lähivuosina pankin historiallisia tasoja korkeammiksi. Heikentynyt taloustilanne vaikuttaa erityisesti yritysluottojen riskitasoon, mikä on näkynyt viime kvartaaleina järjestämättömien luottojen kasvuna. Näin ollen luottotappioennusteidemme nousu ei yksistään liity väärinkäytöstapaukseen, mutta otamme kuitenkin aiempaa varovaisemman näkemyksen luottokannan riskitasosta. Kokonaisuutena odotamme yhtiöltä edelleen vahvaa tuloskehitystä, vaikka korkokäyrän väistämätön lasku tekeekin orgaanisen tuloskasvun lähivuosina hankalaksi.

## Luottokannan riskit painavat arvostusta

Tuottojen kehittyessä väkevästi muodostavat lähivuosien luottotappiot keskeisen ennusteriskin. Tehty lisävaraus kasvattaakin huolia pankin riskienhallintaprosessien riittävydestä, mikä heijastuu tällä hetkellä vahvasti myös osakekurssiin. Todistustaakka markkinoiden luottamuksen palauttamiseksi on nyt yhtiöllä, mutta tämä tulee viemään aikaa jo pelkästään väärinkäytösten kohteena olevien lainojen usean vuoden juoksuajoista johtuen. Näin ollen kurssiajurit ovat lähiaikoina vähissä luottokannan laatuun liittyvien riskien ollessa koholla ja Suomen talouden ollessa taantumassa. Tuloksentekokykyyn nähden houkuttelevasta arvostuksesta (P/B 1,2x, ROE 2025e >16 %) johtuen suhtaudumme kuitenkin osakkeeseen yhä varovaisen positiivisesti sen tarjotessa korkeaa tuottopotentiaalia riskien vastapainoksi.

## Suositus

### Lisää

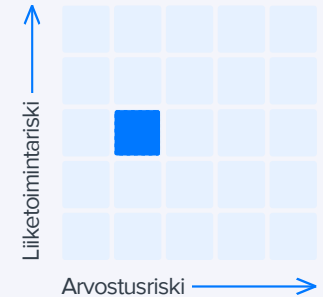
(aik. Osta)

**22,00 EUR**

(aik. 26,00 EUR)

### Osakekurssi:

18,34



## Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liiketoiminnan tuotot</b>	247,1	268,2	253,9	265,0
<b>kasvu-%</b>	71 %	9 %	-5 %	4 %
<b>PTP</b>	138,0	133,4	128,3	138,1
<b>Nettotulos</b>	110,0	106,8	102,5	110,3
<b>EPS (oik.)</b>	3,54	3,22	3,06	3,30
<b>Osinko</b>	1,00	1,03	1,08	1,17
<b>P/E (oik.)</b>	6,0	5,7	6,0	5,6
<b>P/B</b>	1,3	1,0	0,9	0,8
<b>Osinkotuotto-%</b>	4,7 %	5,6 %	5,9 %	6,4 %

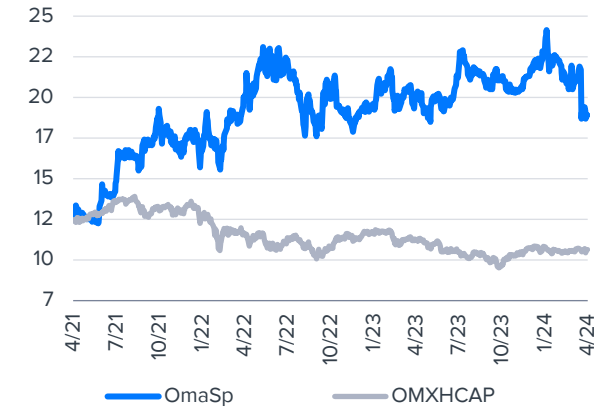
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

Yhtiö arvioi tilikauden 2024 konsernin vertailukelpoisen tuloksen ennen veroja olevan 120–140 milj. euroa (vertailukelpoinen tulos ennen veroja tilikaudella 2023 oli 143,6 milj. euroa).

## Osakekurssi

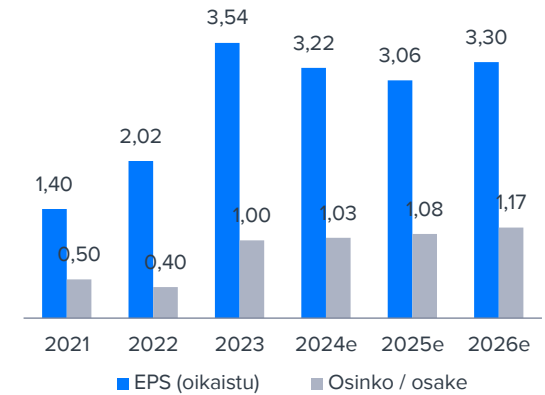


Lähde: Millistream Market Data AB

## Liiketoiminnan tuotot ja kulu/tuotto-suhde



## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Vahvan orgaanisen kasvun jatkuminen ja erinomaisen kannattavuuden säilyttäminen
- Yritysjärjestelyt
- Vakavaraisuuslaskennassa IRB-malliin siirtyminen vapauttaa merkittävästi pääomia
- Mahdollinen laajentuminen varainhoitoon



### Riskitekijät

- Nykyisen hinnoitteluvoiman kestävyys ja kilpailukyky suuremmissa kasvukeskuksissa
- Luottoriskien hallinnassa onnistuminen
- Noin puolet luottokannasta painottunut maakuntiin, joissa väestökehitys ja luottokysyntä pitkällä aikavälillä negatiivista
- Pankkisektorin nopea murros (regulaatio & digitalisaatio)
- Korkojen mahdollinen lasku

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	18,3	18,3	18,3
Markkina-arvo	607	607	607
P/E (oik.)	5,7	6,0	5,6
P/E	5,7	5,9	5,5
P/B	0,99	0,89	0,80
Osinko/tulos (%)	32,0 %	35,0 %	35,0 %
Osinkotuotto-%	5,6 %	5,9 %	6,4 %

Lähde: Inderes

# Tulospäivän huomio kiinnittyi lainakannan laatuun

## Tuotot kehittyivät yhä vahvasti

Tulopuolella kehitys oli ennakkotietojen mukaisesti vahvaa, kun liiketoiminnan vertailukelpoiset tuotot kasvoivat 74,3 MEUR:oon. Korkokate kasvoi 58 % vertailukaudesta 57,4 MEUR:oon ja nettopalkkiotuotot 22 % vertailukaudesta 12,8 MEUR:oon. Lainanannon kehityksessä ei nähty yllätyksiä ja lainakannan koko säilyi suunnilleen vuodenvaihteen tasolla. Yritysluottojen määrä on kääntynyt viimeisen vuoden aikana laskuun, ja asuntoluottojen kasvu on selvästi hidastunut asuntokaupan volyymien laskun mukana.

## Luottotappiovaraukset rasittivat tulosta

Vertailukelpoinen tulos ennen veroja oli 26,5 MEUR. Operatiivinen kannattavuus oli yhä vahvalla tasolla, ja vertailukelpoinen kulu-tuottosuhte parani selvästi vertailukaudesta 34,1 %:iin (Q1'23: 47,9 %). Tulosta rasittivat kuitenkin selvästi kasvaneet luottotappiot,

joita OmaSp kirjasi kvartaalilla 23,1 MEUR. Valtaosa näistä liittyi väärinkäytöksen aiheuttamaan 19,5 MEUR:n suuruiseen harkinnanvaraiseen lisävaraukseen. Vaikka varaus on kooltaan huomattava, on pankki vahvasti pääomitettu ja sen ydinvakavaraisuussuhde oli Q1:n lopussa 15,4 % (viranomaisvaatimus tällä hetkellä 8,9 %).

Osakekohtainen tulos oli 0,60 euroa ja oman pääoman tuotto selvästi kasvaneista luottotappiokirjauksista huolimatta vahva 15,5 %.

## Lisävaraus kasvattaa riskitasoa

Tulospäivän mielenkiintoisin anti kohdistui tiedotustilaisuuteen, jossa yhtiö avasi harkinnanvaraiseen lisävaraukseen johtaneen väärinkäytöksen taustoja sekä arvioituja vaikutuksia. Yhtiön mukaan kyseessä on yksittäisen henkilön tekemä rikkomus, jossa luotonmyöntöprosessin tietoja on vääristely ja luottoihin liittyvä riski saatu

siten näyttämään todellista pienemmältä. Hankkeet sijoittuvat ympäri Suomea ja painottuvat kiinteistösektorille.

Negatiivista on, että virheellinen toiminta kohdistuu noin 3 %:iin koko yhtiön luottokannasta (~180 MEUR). Näin ollen tapaus on laajuudeltaan selvästi ennakkokäsityksiämme merkittävämpi. Pankin mukaan näistä luotoista kuitenkin vain neljäsosa (~45 MEUR) sisältää kasvaneen luottotappioriskin, mihin suhteutettuna 19,5 MEUR:n varaus on jo kohtalaisen kokoinen. Lisäksi käsityksemme mukaan lainananto on pääosin vakuudellista, mikä laskee jonkin verran pankin kokonaistappiota mahdollisessa maksukyvyttömyystilanteessa. Tehty lisävaraus kohdistuu vaiheen 2 luottoihin, mikä tarkoittaa, että luotot eivät ainakaan vielä ole järjestämättömiä. On kuitenkin mahdotonta varmuudella sanoa rajoittuvatko ongelmat tähän yksittäistapaukseen.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'23	Q1'24	Q1'24e	Q1'24e	Konsensus		Erutus (%)	2024e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liiketoiminnan tuotot	50,7	74,1	74,1				0 %	268,2
Liiketoiminnan tuotot (oik.)	49,7	74,3	74,1				0 %	268,2
Tulos ennen veroja (oik.)	24,2	25,6	25,6				0 %	133,1
Tulos ennen veroja	23,3	24,7	25,6				-4 %	133,4
EPS (oik.)	0,61	0,60	0,62				-3 %	3,22
EPS (raportoitu)	0,59	0,60	0,62				-3 %	3,23

Lähde: Inderes

# Luottotappioiden kehitys muodostaa keskeisen ennusteriskin

## Tulos saa tukea korkeista koroista ja Handelsbankenin liiketoiminnan vastaanotosta

OmaSp ohjeistaa sen vertailukelpoisen tuloksen olevan tänä vuonna 120–140 MEUR. Uskomme yhtiön tähän yltävän, sillä mahdollisten koronlaskujen vaikutus välittyy korkokatteeseen viiveellä viitekorkojen päivittyessä hitaasti ja korkosuojien laimentaessa laskevan korkotason vaikutusta lyhyellä aikavälillä.

Lisäksi Handelsbankenin pk-yritysliiketoimintojen vastaanotto tarjoaa hieman tukea kuluvan vuoden ohjeistukselle, sillä kauppa toteutetaan suunnitelmien mukaan elo-syyskuun vaihteessa. Yhtiön Q1-raportilla antaman arvion mukaan tämän positiivinen tulosvaikutus on vuositasolla noin 8–12 MEUR, joka on linjassa aiempien arvioidemme kanssa. Päivitetty tulosennustemme osuu yhtiön antaman

ohjeistushaarukan keskivälin tienoille.

Keskeinen ennusteriski liittyykin lyhyellä aikavälillä luottotappioiden kehitykseen. Nykyiset ennustemme sisältävät kuitenkin jo tehdyn lisävarauksen ohella selvästi viime vuosista kasvavia luottotappiomääriä.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'23	Q1'24	Q1'24e	Q1'24e	Konsensus		Erotus (%)	2024e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liiketoiminnan tuotot	50,7	74,1	74,1				0 %	268,2
Liiketoiminnan tuotot (oik.)	49,7	74,3	74,1				0 %	268,2
Tulos ennen veroja (oik.)	24,2	25,6	25,6				0 %	133,1
Tulos ennen veroja	23,3	24,7	25,6				-4 %	133,4
EPS (oik.)	0,61	0,60	0,62				-3 %	3,22
EPS (raportoitu)	0,59	0,60	0,62				-3 %	3,23

Lähde: Inderes

Katso toimitusjohtajan haastattelu oheisesta linkistä:



# Ennustemuutokset kohdistuivat luottotappioihin

## Operatiiviset ennustemuutokset maltillisia

Operatiiviset tulos- ja kuluennusteemme ovat kokeneet vain varsin maltillisia ennustemuutoksia Q1-raportin jäljiltä. Pankin korkokate kehittyi alkuvuonna hieman odotuksiamme vahvemmin, joten olemme nostaneet lähivuosien korkokatteen ennusteitamme muutamilla prosenttiyksiköillä. Muun pankkisektorin tapaan ennustettu markkinakorkojen lasku vaikuttaa negatiivisesti korkokatteen kertymään, jota OmaSp:n luottokannan kasvu kuitenkin kompensoi. Ensi vuodelle odotammekin korkokatteen laskua ja tämän jälkeen maltillista kasvua korkotason hiljalleen vakautuessa.

Palkkiotuottojen ennustettamme reivasimme asteen alaspäin, sillä vaimeana säilyvä lainakysyntä rokottaa erityisesti luotonantoon liitännäisiä palkkioita. Kulupuolella ennustemuutokset ovat niin ikään jääneet maltillisiksi, ja odotamme operatiivisen kulu-tuottosuhteen säilyvän erinomaisena.

Emme ole sisällyttäneet Handelsbankenin pk-

yrittäjätoimintojen vastaanottoa ennusteisiimme, mutta olemme huomioineet tämän vaikutuksen arvonmäärityksessämme.

## Luottotappioennusteet nousivat

Suurimmat ennustemuutokset kohdistuivat luottotappioihin, joiden tason odotamme kasvavan lähivuosina pankin historiallisia tasoja korkeammiksi. Heikentynyt taloustilanne vaikuttaa erityisesti yritysluottojen riskitasoon, mikä on näkynyt viime kvartaaleina järjestämättömien luottojen kasvuna. Nykyiset ennusteemme odottavat OmaSp:n luottotappioiden asettuvan 0,35–0,45 %:iin lainakannasta, mikä tarkoittaa noin 25–30 MEUR:n vuotuisia luottotappiokirjauksia. Tämä on selvästi pankin keskimääräisten historiallisten tasojen yläpuolella ja huomioi siten heikentyvän suhdanteen vaikutusta erityisesti yritysluottokantaan.

Yhtiö teki Q1:llä aiemmin tiedotetun mukaisesti 19,5 MEUR:n harkinnanvaraisen lisävarauksen, jonka olemme luonnollisesti huomioineet täysimääräisenä.

Oletamme nykytiedoilla summan olevan oikean suuntainen, sillä tulosinfossa kohonneen luottoriskin ilmoitettiin kohdistuvan noin 45 MEUR:n vastuisiin. Näistä alaskirjattiin siten hieman alle puolet, mikä kokoluokan osalta vaikuttaa kohtuulliselta. Näin ollen luottotappioennusteidemme nousu ei yksistään liity väärinkäytöstapaukseen, mutta otamme kuitenkin aiempaa varovaisemman näkemyksen luottokannan keskimääräisestä riskitasosta.

Huomautamme, että yhtiön ulkopuolelta luottoriskin arviointi on yhä äärimmäisen haastavaa, joten johdolla onkin tulevaisuudessa selkeä todistustaakka markkinoiden luottamuksen palauttamiseksi. Pankin vakavaraisuus on kuitenkin hyvällä tasolla, joten sen vakavaraisuuspääomat riittävät, vaikka luottotappiot kasvaisivatkin merkittävästi ennusteitamme korkeammiksi. Pankin arvoon tällä olisi luonnollisesti negatiivinen vaikutus.

Kokonaisuutena lähivuosien tulosennusteemme laskivat 4–7 %. Myös osinkoennusteemme laskivat tulosennusteidemme vanavedessä.

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Korkokate	205	211	3 %	187	193	3 %	200	200	0 %
Nettopalkkiotuotot	50	50	-1 %	56	53	-4 %	59	57	-4 %
Muut tuotot	6	6	4 %	6	6	0 %	6	6	0 %
<b>Vertailukelpoiset tuotot</b>	<b>262</b>	<b>267</b>	<b>2 %</b>	<b>250</b>	<b>252</b>	<b>1 %</b>	<b>265</b>	<b>263</b>	<b>-1 %</b>
<b>Vertailukelpoiset kulut</b>	<b>-93</b>	<b>-91</b>	<b>-3 %</b>	<b>-97</b>	<b>-97</b>	<b>-1 %</b>	<b>-99</b>	<b>-99</b>	<b>0 %</b>
Luottotappiot	-23	-43	89 %	-19	-28	49 %	-19	-27	42 %
<b>Vertailukelpoinen PTP</b>	<b>146</b>	<b>133</b>	<b>-9 %</b>	<b>133</b>	<b>127</b>	<b>-4 %</b>	<b>147</b>	<b>136</b>	<b>-7 %</b>

Lähde: Inderes

# Luottokannan riskit painavat arvostusta

Pankin tuottojen kehittyessä erinomaisesti muodostavat lähivuosien luottotappiot keskeisen ennusteriskin. Tehty lisävaraus kasvattaakin huolia pankin riskienhallintaprosessin riittävydestä, mikä arviomme mukaan heijastuu tällä hetkellä vahvasti myös osakekurssiin. Todistustaakka markkinoiden luottamuksen palauttamiseksi onkin nyt yhtiöllä. Tämä tulee kuitenkin viemään aikaa jo pelkästään väärinkäytöstapauksen kohteena olleiden lainojen usean vuoden juoksuajoista johtuen. Näin ollen kurssiajurit ovat lähiaikoina vähissä luottokannan laatuun liittyvien riskien ollessa yhä koholla ja Suomen talouden ollessa heikossa kunnossa.

Tuloksetekokykyyn nähden houkuttelevasta arvostuksesta (P/B 1,2x, ROE 2024e >18 %) johtuen suhteudumme kuitenkin osakkeeseen yhä varovaisen positiivisesti sen tarjotessa korkeaa tuottopotentiaalia riskien vastapainoksi. Olemme tarkastelleet pankin arvonmäärittystä tasekertoimilla, lisäarvomallilla sekä verrokkianalyysillä. Menetelmien keskiarvo on noin 21 euroa osakkeelta. Tämän lisäksi Handelsbankenin pk-yritysliiketoiminnan positiivinen vaikutus arvoon on arviomme mukaan noin 1,0 euroa osakkeelta, joten näiden summana arvioimme OmaSp:n osakkeen arvoksi noin 22 euroa.

## Tasepohjainen hinnoittelu

OmaSp:n hyväksyttävää, fundamentteihin perustuvaa P/B-lukua voidaan tarkastella tekemällä oletuksia kestävästä pitkän aikavälin oman pääoman tuottotasosta (ROE), oman pääoman tuottovaatimuksesta (CoE) sekä kestävästä kasvutekijästä (g). Mikäli oletamme OmaSp:n yltävän suhdannesyklin yli kestävästi noin 14–16 %:n ROE-tasoon (vrt. nykyinen taloudellinen tavoite +16 %, viimeisen 3 vuoden keskiarvo 18,8 %) ja sovellamme yhtiölle keskimääräistä korkeamman riskin

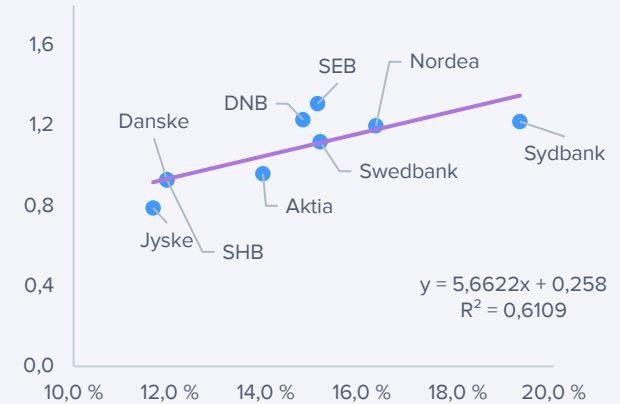
huomioivaa 12,0 %:n oman pääoman tuottovaatimusta sekä 2,5 %:n kasvutekijää, asetuisi hyväksyttävä P/B-kerroin noin 1,2x–1,4x tasolle. Tämän mukainen arvo OmaSp:n osakkeelle olisi noin 19–23 euroa.

Hieman tätä parempi kuva osakkeen potentiaalista saadaan lisäarvomallilla (EVA), joka huomioi lisäksi lähivuosille ennustamamme muuta markkinaa ripeämmän lainakannan kasvun. Pitkän aikavälin oletuksena 2,5 %:n kasvutekijä on puolestaan mielestämme pankkisektorille perusteltu sen vastatessa suunnilleen pitkän aikavälin nimellistä talouskasvuennustetta. Lisäarvomallin mukainen arvo OmaSp:n osakkeelle on noin 23 euroa.

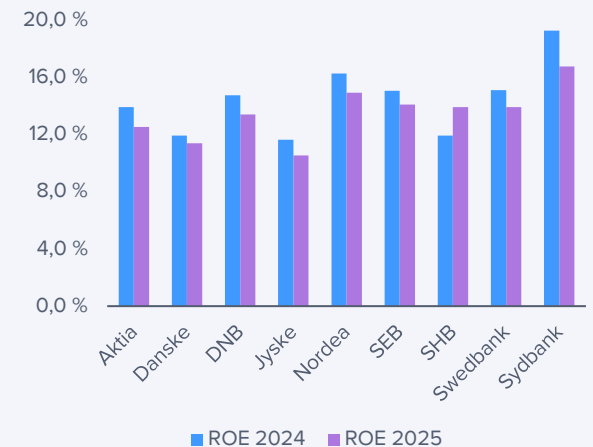
## Verrokkiryhmä

Emme ole enää soveltaneet yksinkertaista verrokkianalyysia sellaisenaan arvonmäärittämissämme, sillä OmaSp:n kasvu-, kannattavuus- ja riskiprofiilit eroavat selvästi muusta ryhmästä. Sen sijaan olemme tarkastelleet pankin arvostusta kannattavuuserot huomioivalla regressiomallilla, jossa olemme suhteuttaneet verrokkiyhtiöiden nykyiset P/B-kertoimet (selitettävä muuttuja) konsensusennusteiden mukaiseen oman pääoman tuottoon (selittävä muuttuja). Oman pääoman tuoton ja pankin hyväksytyyn P/B-luvun välillä vallitsee lineaarinen riippuvuus (jos muut muuttujat pidetään vakioina), joten regressiomalli antaa mielestämme perinteistä verrokkianalyysistä selvästi johdonmukaisemman tarkastelupisteen arvonmäärittämisemme tueksi. Mallin tarjoama markkinapohjainen hinnoittelu OmaSp:n osakkeelle on noin 20 euroa. Tämän tulkinnassa on huomioitava, että koko pohjoismaista pankkisektoria arvostetaan tällä hetkellä varsin maltillisesti kannattavuustasoon nähden.

ROE ja P/B 2024e



Pohjoismaisten pankkien ROE 2024-2025e



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Aktia	660	7,1	7,4	8,8	8,5	1,0
Danske Bank	23446	8,1	7,8	7,4	7,8	0,9
DNB	27223	8,4	8,9	7,7	7,9	1,2
Jyske Bank	4839	7,1	7,1	4,3	4,3	0,8
Nordea	38347	7,6	7,8	8,8	8,8	1,2
Riiba	4291	12,9	12,6	1,0	1,0	2,7
SEB	26434	8,8	9,1	7,3	7,0	1,3
Handelsbanken	16400	7,7	8,6	11,3	9,7	0,9
Spar Nord Bank	1971	6,7	7,2	7,5	7,1	1,1
Swedbank	20274	7,5	7,9	7,6	8,8	1,1
Sydbank	2667	6,5	7,0	7,7	7,2	1,2
<b>OmaSp (Inderes)</b>	<b>607</b>	<b>5,7</b>	<b>6,0</b>	<b>5,6</b>	<b>5,9</b>	<b>1,0</b>
<b>Keskiarvo</b>		<b>8,0</b>	<b>9,9</b>	<b>7,2</b>	<b>7,1</b>	<b>1,2</b>
<b>Mediaani</b>		<b>7,6</b>	<b>7,9</b>	<b>7,6</b>	<b>7,8</b>	<b>1,1</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>		<b>-25 %</b>	<b>-24 %</b>	<b>-26 %</b>	<b>-24 %</b>	<b>-10 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Korkokate	105	36	49	55	57	197	57	53	50	50	211	193	200	210
Palkkiotuotot netto	39	10	13	12	12	47	13	12	12	13	50	53	57	60
Rahoitusvarojen ja velkojen nettotuotot	-5	1	0	-1	-2	-2	0	0	0	0	1	2	2	2
Muut tuotot	5	3	1	0	0	4	4	1	1	1	6	6	6	6
<b>Liiketoiminnan tuotot</b>	<b>144</b>	<b>51</b>	<b>63</b>	<b>66</b>	<b>67</b>	<b>247</b>	<b>74</b>	<b>67</b>	<b>64</b>	<b>64</b>	<b>268</b>	<b>254</b>	<b>265</b>	<b>278</b>
Kertatuotot	-5	1	0	-1	-2	-2	0	0	0	0	1	2	2	2
<b>Vertailukelpoiset liiketoiminnan tuotot</b>	<b>150</b>	<b>50</b>	<b>63</b>	<b>67</b>	<b>69</b>	<b>249</b>	<b>74</b>	<b>66</b>	<b>63</b>	<b>63</b>	<b>267</b>	<b>252</b>	<b>263</b>	<b>277</b>
Henkilöstökulut	-24	-6	-8	-7	-8	-30	-7	-9	-7	-8	-32	-34	-36	-38
Liiketoiminnan muut kulut	-41	-18	-11	-10	-13	-53	-16	-11	-11	-12	-50	-52	-54	-56
Poistot ja arvonalentumiset	-8	-2	-2	-2	-2	-8	-2	-2	-2	-3	-9	-10	-9	-9
<b>Liiketoiminnan kulut yhteensä</b>	<b>-73</b>	<b>-26</b>	<b>-22</b>	<b>-20</b>	<b>-23</b>	<b>-91</b>	<b>-26</b>	<b>-22</b>	<b>-21</b>	<b>-22</b>	<b>-91</b>	<b>-97</b>	<b>-99</b>	<b>-103</b>
Kertakulut	-1	-2	-1	0	-1	-4	-1	0	0	0	-1	0	0	0
<b>Vertailukelpoiset liiketoiminnan kulut</b>	<b>-72</b>	<b>-24</b>	<b>-21</b>	<b>-20</b>	<b>-22</b>	<b>-87</b>	<b>-25</b>	<b>-22</b>	<b>-21</b>	<b>-22</b>	<b>-91</b>	<b>-97</b>	<b>-99</b>	<b>-103</b>
Rahoitusvarojen arvonalentumistappiot	-2	-2	-3	-6	-7	-17	-23	-6	-7	-7	-43	-28	-27	-25
Osuus yhteis- ja osakkuusyhtiöiden tuloksista	0	0	0	0	-1	-1	0	0	0	0	-1	-1	-1	-1
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>69</b>	<b>23</b>	<b>39</b>	<b>41</b>	<b>36</b>	<b>138</b>	<b>25</b>	<b>38</b>	<b>36</b>	<b>34</b>	<b>133</b>	<b>128</b>	<b>138</b>	<b>149</b>
Kertaerät yhteensä	-7	-1	0	-1	-3	-6	-1	0	0	0	0	2	2	2
<b>Vertailukelpoinen tulos ennen veroja</b>	<b>76</b>	<b>24</b>	<b>39</b>	<b>42</b>	<b>39</b>	<b>144</b>	<b>26</b>	<b>38</b>	<b>36</b>	<b>34</b>	<b>133</b>	<b>127</b>	<b>136</b>	<b>148</b>
Tuloverot	-13,8	-4,6	-7,8	-8,2	-7,4	-28,0	-4,8	-7,7	-7,3	-6,9	-26,6	-25,8	-27,8	-30,0
Vähemmistöt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>55,4</b>	<b>18,7</b>	<b>30,9</b>	<b>32,3</b>	<b>28,2</b>	<b>110,1</b>	<b>19,9</b>	<b>30,5</b>	<b>28,9</b>	<b>27,5</b>	<b>106,8</b>	<b>102,5</b>	<b>110,3</b>	<b>119,3</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>2,02</b>	<b>0,61</b>	<b>0,93</b>	<b>1,01</b>	<b>0,93</b>	<b>3,48</b>	<b>0,62</b>	<b>0,91</b>	<b>0,86</b>	<b>0,82</b>	<b>3,22</b>	<b>3,06</b>	<b>3,30</b>	<b>3,57</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>1,84</b>	<b>0,59</b>	<b>0,93</b>	<b>0,97</b>	<b>0,85</b>	<b>3,35</b>	<b>0,60</b>	<b>0,92</b>	<b>0,87</b>	<b>0,83</b>	<b>3,23</b>	<b>3,10</b>	<b>3,33</b>	<b>3,61</b>
<b>Osinko per osake</b>	<b>0,40</b>					<b>1,00</b>					<b>1,03</b>	<b>1,08</b>	<b>1,17</b>	<b>1,26</b>

Avainluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Vertailukelpoisten tuottojen kasvu	28,1 %	36,7 %	74,0 %	79,2 %	74,1 %	66,3 %	49,5 %	5,7 %	-5,7 %	-8,7 %	7,4 %	-5,6 %	4,4 %	5,1 %
Vertailukelpoinen kulu/tuotto-suhde	47,9 %	47,7 %	33,7 %	29,2 %	32,4 %	34,9 %	34,0 %	33,8 %	32,5 %	35,3 %	33,9 %	38,3 %	37,7 %	37,4 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Käteiset varat	402	682	861	921	976
Lainat ja saamiset luottolaitoksilta	115	192	194	208	220
Lainat ja saamiset yleisöltä ja julkisyhteisöiltä	4754	5997	6060	6484	6873
Johdannaiset	2	45	45	49	51
Sijoitusomaisuus	553	561	526	531	565
Osakkuusyhtiöt	25	24	24	24	24
Aineettomat hyödykkeet	9	14	16	16	18
Aineelliset hyödykkeet	29	35	34	33	32
Muut varat	54	93	137	137	137
<b>Varat yhteensä</b>	<b>5942</b>	<b>7643</b>	<b>7896</b>	<b>8402</b>	<b>8896</b>

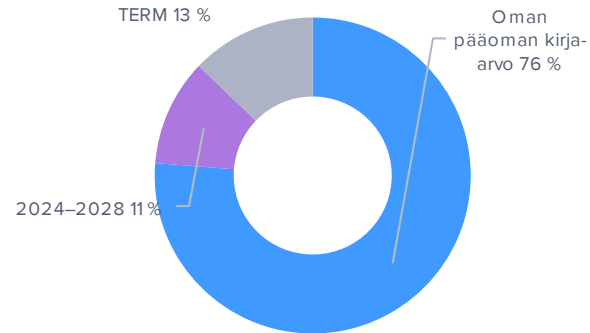
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Velat yhteensä</b>	<b>5577</b>	<b>7102</b>	<b>7282</b>	<b>7719</b>	<b>8138</b>
Velat luottolaitoksille	243	165	383	356	350
Velat yleisölle ja julkisyhteisöille	3112	3778	3740	4001	4241
Yleiseen liikkeeseen lasketut velkakirjat	2087	2930	2887	3089	3275
Velat joilla huonompi etuoikeus kuin muilla veloilla	40	60	60	60	60
Muut velat	95	168	212	212	212
<b>Oma pääoma yhteensä</b>	<b>365</b>	<b>541</b>	<b>614</b>	<b>684</b>	<b>758</b>
Osakepääoma	24	24	24	24	24
Rahastot	69	149	149	149	149
Kertyneet voittovarot	272	368	441	510	585
Määräysvallattomien omistajien osuus	0	0	0	0	0
<b>Velat ja oma pääoma yhteensä</b>	<b>5942</b>	<b>7643</b>	<b>7896</b>	<b>8402</b>	<b>8896</b>

# EVA-laskelma

EVA-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
<b>Nettotulos</b>	<b>110</b>	<b>107</b>	<b>103</b>	<b>110</b>	<b>119</b>	<b>126</b>	
Oma pääoma	541	615	684	758	839	923	
<b>Lisäarvo (EVA)</b>	<b>45</b>	<b>33</b>	<b>21</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>15</b>	<b>166</b>
Ydinpääoma (CET1)	491	592	660	733	812		
RWA	3300	2847	3042	3220	3380		
<b>CET1-%</b>	<b>14,9 %</b>	<b>20,8 %</b>	<b>21,7 %</b>	<b>22,7 %</b>	<b>24,0 %</b>		
Disk. EVA		31	17	14	12	9	98
Disk. Kum. EVA		181	151	134	119	107	98
+ Oman pääoman kirja-arvo		615					
-Osinko/pääomapalautus		-33					
+/-Muut erät		0					
<b>Oman pääoman arvo EVA</b>		<b>764</b>					
Ulkona olevien osakkeiden lkm (milj. kpl)		33,1					
<b>Oman pääoman arvo EVA per osake</b>		<b>23,1</b>					
<b>Pääoman kustannus</b>							
Riskitön korko		2,5 %					
Beta		1,5					
Markkinoiden riskipremio		4,8 %					
Likviditeettipremio		2,5 %					
<b>Oman pääoman kustannus</b>		<b>12,0 %</b>					

Arvon jakautuminen



# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäänalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
07/12/2020	Osta	11,00 €	9,10 €
30/12/2020	Lisää	11,00 €	10,45 €
09/02/2021	Osta	13,00 €	11,25 €
30/04/2021	Osta	14,00 €	11,95 €
04/05/2021	Osta	15,00 €	12,75 €
29/06/2021	Osta	15,50 €	13,15 €
03/08/2021	Osta	18,50 €	15,80 €
30/09/2021	Osta	19,00 €	16,70 €
02/11/2021	Lisää	19,00 €	17,95 €
08/02/2022	Lisää	20,00 €	18,60 €
21/02/2022	Osta	20,00 €	16,55 €
03/05/2022	Osta	22,00 €	19,76 €
03/06/2022	Lisää	23,00 €	21,85 €
02/08/2022	Lisää	23,00 €	21,15 €
07/09/2022	Osta	23,00 €	17,70 €
12/10/2022	Osta	24,00 €	17,90 €
01/11/2022	Osta	24,00 €	19,94 €
07/02/2023	Osta	26,00 €	20,25 €
03/05/2023	Osta	26,00 €	19,72 €
01/08/2023	Osta	28,50 €	21,85 €
16/10/2023	Osta	26,00 €	20,75 €
31/10/2023	Osta	27,50 €	20,80 €
06/02/2024	Osta	27,50 €	21,85 €
17/04/2024	Osta	26,00 €	18,18 €
30/04/2024	Lisää	22,00 €	18,34 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**